

**买入****35% ↑**

目标价格: 人民币9.37

原目标价格: 人民币7.55

600580.CH

价格: 人民币6.94

目标价格基础: 20倍2014年市盈率

板块评级: 中立

# 卧龙电气

## 三季度报点评

公司发布2013年三季度报: 并表收入41.7亿元, 同比增长4.3%, 归属上市公司股东净利润1.82亿元, 同比增长31.85%; 其中国内上市公司报告期内及ATB公司8-9月扣非净利润0.83亿元, 同比增长102.4%。公司国内经营大幅反转, ATB经营稳健复苏。我们看好公司的发展潜力, 维持买入评级, 上调目标价到9.37元。

### 支撑评级的要点

- **国内上市公司经营反转。**国内上市公司扣非业绩同比增长预计在70-80%左右, 主要系高效工业电机与无刷直流业务逐步放量, 公司开始摆脱中低端家电配套产业。此外, 多元化板块的铁路与轨道交通变压器显著减亏。
- **ATB稳健复苏。**ATB经营业绩稳步复苏, 内部整合与优化后盈利水平有所上升, 欧洲外市场拓展略见成效。ATB与国内公司的制造协同已经开始, 未来整体盈利能力将逐步提高。如ATB欧洲外项目制电机市场取得实际进展, 盈利能力有望显著改善。
- **多元化业务将恢复良性发展。**公司多元化业务近几年拖累公司业绩, 目前铁路、铅酸电池行业性不利因素已经消化完成; 公司对事业部与子公司管理与考核体制有所改进, 未来有望恢复良性发展。
- **经营指标将逐步同步。**公司对盈利能力较低的部分进行了调控, 影响了收入规模, 因此目前收入与利润增长指标不同步, 随着调整接近尾声, 未来主要指标将逐步一致。
- **发展模式转变。**公司在上市后的长时期内通过外延式并购发展了变压器等多元化业务; 目前集团与公司逐步向内涵式发展转变, 经营中心回归电机与控制主业; 过去两年在客户、产品、管理体系方面进行了较大的改变, 转型发展潜力较大。

### 评级面临的主要风险

- ATB在欧洲外市场开拓慢于预期。

### 估值

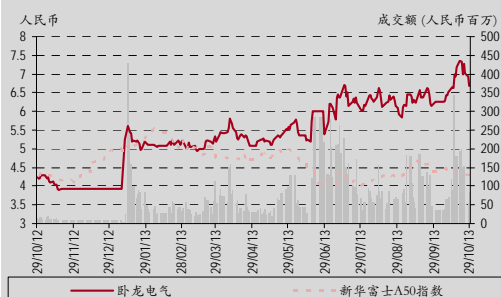
- **看好公司的转型潜质, 维持买入评级, 上调目标价为9.37元。**预计公司2013-2015年摊薄后每股收益分别为0.34、0.47和0.67元, 基于2014年20倍市盈率, 维持买入评级, 目标价由7.55元上调到9.37元。

### 投资摘要 (考虑清江电机并购)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	3146.22	2507.20	5608.79	6645.05	8045.26
变动(%)	8.34	(20.31)	123.71	18.48	21.07
净利润(人民币 百万)	111.02	117.51	374.41	514.96	741.09
全面摊薄每股收益(人民币)	0.16	0.17	0.34	0.47	0.67
变动(%)	(69.03)	5.85	98.20	37.54	43.91
全面摊薄市盈率(倍)	42.99	40.62	20.49	14.90	10.35
每股现金流量(人民币)	(0.15)	0.40	0.48	0.78	0.90
价格/每股现金流量(倍)	(46.67)	17.39	14.49	8.93	7.74
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.31	26.75	14.36	9.79	7.14
每股股息(人民币)	0.05	0.05	0.05	0.07	0.10
股息率(%)	0.72	0.79	0.73	1.01	1.45

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	70	9	11	58
相对新华富时A50指数	82	9	1	55

发行股数(百万)	1110.5
流通股(%)	61.9
流通股市值(人民币 百万)	687.7
3个月日均交易额(人民币 百万)	71
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
卧龙舜禹投资	38.07

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2013年10月29日收市价为标准中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

工业: 电力设备及新能源

刘波

(8621) 2032 8929

bo.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512020001

\*游家训为本报告重大贡献者

## 经营向好

公司销售收入同比增长 4.33%，估算原上市公司部分增长约 11%，ATB 考虑汇率波动后收入同比下降约 1.5%。

按照证监会《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》规定，公司将年初到并表日 ATB 的经营结果通算为非经营性利润。公司并表时间为 7 月 26 日，ATB 的 1-7 月业务计入非经常损益。

从 ATB 与卧龙上市公司自身经营情况来看，国内上市公司单三季度扣非利润同比增长在 60-80% 区间，单三季度扣非利润同比增长超过 150%。

国内公司业绩反转主要系工业电机业务放量，公司高效工业电机业务增长或超过 40%，已出现产能不足（收购清江电机的原因）。此外，公司上年基数也比较低。

从报表看，公司预收款、预付款较年初分别增长 25%、29%，存货稳定，经营态势健康，继续反转具有支撑。

国内上市公司经营性现金流环比持续好转，但同比下降；主要原因可能为公司银川卧龙铁路变压器、北京华泰轨道交通变压器业务项目业务有增长，年中获得了较多项目制业务订单，其业务周期较长。

**图表 1. 投资摘要**

(人民币, 百万)	2012-9-30	2013-9-30	同比变动 (%)
营业收入	3,999.80	4,172.83	4.33
销售税金	(9.46)	(10.04)	6.16
营业成本	(3,239.34)	(3,270.48)	0.96
毛利润	751.00	892.30	18.82
销售费用	(248.20)	(282.76)	13.92
管理费用	(282.61)	(325.87)	15.31
经营利润	220.19	283.67	28.83
资产减值损失	(6.80)	(30.23)	344.58
公允价值变动收益	0.00	0.00	
财务费用	(95.96)	(92.58)	(3.53)
投资收益	16.21	17.16	5.82
营业外收入	82.79	70.91	(14.35)
营业外支出	(1.52)	(1.69)	11.18
利润总额	213.09	247.23	16.02
所得税	(23.22)	(35.85)	54.40
少数股东权益	(51.92)	(29.50)	(43.18)
净利润	137.95	181.88	31.85
<b>主要比率 (%)</b>			<b>变动幅度 (%)</b>
毛利率	19.01	21.62	2.61
销售费用率	6.21	6.78	0.57
管理费用率	7.07	7.81	0.74
财务费用率	2.40	2.22	(0.18)
经营利润率	5.50	6.80	1.29
净利率	3.45	4.36	0.91

资料来源：中银国际研究

图表 2. 公司及 ATB 经营对照

(百万元)	2013Q1-3	2012Q1-3	同比增幅 (%)
合并报表扣非利润	83.46	41.24	102.38
国内公司扣非利润	65-75	41.24	58-82
ATB 扣非利润	65-70	48-52	35.3
统一口径合并扣非	130-145	95.24-99.24	43-55

资料来源: 中银国际研究

以上, 合并报表扣非为公司财务政策计算的结果; 统一口径合并扣非为分别就 ATB 与卧龙自己计算扣非利润后直接合并。

图表 3. 经营数据分析

百万元	2013Q1-3	年初	同比增幅 (%)
预收账款	194.22	155.39	25.0
存货	1,013.7	1,052.76	(3.7)
预付账款	153	118.6	29.0
	2013Q1-3	2012Q1-3	
购买商品与劳务支付现金	2,319.6	2,169.8	6.9

资料来源: 中银国际研究

图表 4. 2013 年电机分类产品变动预估

	新签订单同比增减幅度 (%)	毛利率 (%)
塑壳电机	(30)	10-15
无刷直流	50 以上	24-35
高效节能 (2 级以上)	35	24-30
控制产品	15-20	18-28

资料来源: 中银国际研究

**国内上市公司情况:** 估算国内上市公司收入增长 11% 左右, 而同期净利润出现大幅好转, 两项指标不匹配的主要原因是公司对部分盈利能力不足的业务 (部分塑封家电电机、部分微特电机) 进行了主动控制, 同时武汉高压电机在承接 ATB 防爆电机转移制造过程中, 影响了原有业务拓展。

**多元化业务方面:** 铁路、轨道交通变压器业务完成行业性不利因素消化, 年内有望大幅减亏, 明年有望恢复到较合理的盈利水平; 电源公司下半年经营状态好转, 在通过环保验收后, 重归中国电信、联通移动通讯电池领域供应商前列, 预计明年将实现扭亏为盈。

**ATB 经营情况:** ATB 延续了 EBITDA、EBIT、EBT 大幅快于收入增长的情况, 主要是 ATB 内部优化与整合的结果。

过去 ATB 对下属 10 多个子公司为财务管理者, 几乎没有业务管控 (ATB 的母公司 A-TEC 未来得及进行整合), 有较多重叠与上下游关系的子公司独立发展, 产品没有协同, 甚至部分品牌相互竞争。

过去 2 年, ATB 对子公司优化整合, 统一了品牌; 并在部分零部件与卧龙公司协同, 并在上虞、武汉分部进行部分工业电机、防爆电机制造转移; 进而经营情况有所回升。

ATB 欧洲外市场加速拓展, 在欧洲本土订单略微下滑的情况下, 前三季度延续了一定的订单增长, 主要是中国与亚太、美洲市场的贡献。

ATB 员工、资产冗余,但也很难进行员工数量优化,在现有资产与员工规模下,每月 2000 万欧元收入为其盈亏平衡线,收入增长后,业绩弹性会更加大。预计 ATB 四季度经营利润会有显著改善。

图表 5. 公司及 ATB 经营对照

百万欧元	2013Q1-3	2012Q1-3	同比(%)
收入	255	259	(1.6)
EBIT	16.5	13.96	18.4
EBT	11.62	7.97	45.9
期间盈利	9.5	14.9	(36.0)
订单	269.6	249.5	8.1

资料来源: 中银国际研究

注: ATB 公司 2012 年有一笔 800 多万欧元的非经常收益。

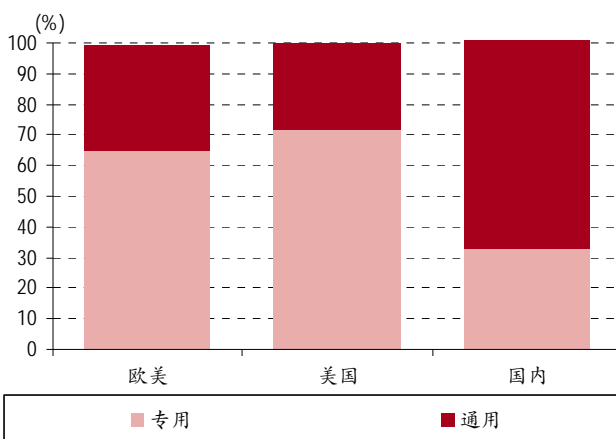
### 全球电机产业链有望继续向国内转移

随着电机下游需求的精密化、智能化、个性化发展趋势,电机的通用性逐步向专用性方面发展,过去一类电机在不同性质、不同场合通用的局面被打破,电机产品正向着专业性、特殊性、个性化方面发展。

电机制造的半自动、柔性自动化设备将更多,劳动力密集的特色难以彻底改变,电机制造在未来很长时期内,都将属于劳动力密集、对人力成本较敏感的行业。

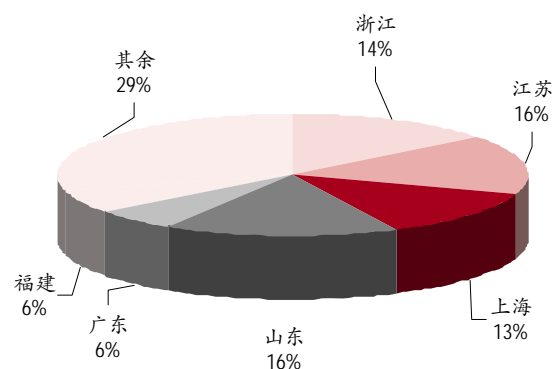
同时,中国已经具有齐全的专业配套产业群。在过去几十年的快速发展中,在长三角、山东等区域/省市形成了强大的电机企业,围绕这些电机企业,在当地形成了涵盖机座、定转子、线圈等配套产业集群,目前仅仅在电机细分加工环节,已经出了 10 亿元收入规模企业,产业集群难以替代。

图表 6. 电机专用化结构占比



资料来源: 中银国际研究

图表 7. “十一五”规模以上电机企业收入分布



资料来源: 中银国际研究

## 盈利预测与假设

图表 8. 卧龙电气公司盈利预测

(人民币, 百万)		2010	2011	2012	2013	2014	2015
电机及控制装置	营业收入	1195.1	1394.8	1203.3	1383.8	1868.2	2428.6
	同比增长(%)	54.1	16.7	(13.7)	15.0	35.0	30.0
	营业成本	961.9	1108.1	894.6	1000.5	1335.7	1724.3
	毛利率(%)	19.5	20.5	25.7	27.7	28.5	29.0
变压器	营业收入	563.5	834.5	608.7	730.5	862.0	991.3
	同比增长(%)	22.8	48.1	(27.0)	20.0	18.0	15.0
	营业成本	424.2	755.0	510.5	599.0	698.2	802.9
	毛利率(%)	24.7	9.5	16.1	18.0	19.0	19.0
蓄电池	营业收入	312.3	241.6	226.1	327.9	409.8	491.8
	同比增长(%)	(23.3)	(22.6)	(6.4)	45.0	25.0	20.0
	营业成本	247.5	217.2	196.9	275.7	332.0	393.4
	毛利率(%)	20.8	10.1	12.9	15.9	19.0	20.0
其他	营业收入	12.3	21.2	31.9	43.1	47.4	52.1
	同比增长(%)	123.2	71.6	50.6	35.0	10.0	10.0
	营业成本	10.0	16.3	22.9	31.4	34.6	38.1
	毛利率(%)	19.3	23.3	28.3	27.0	27.0	27.0
贸易	营业收入	725.4	551.5	356.7	338.9	338.9	338.9
	同比增长(%)	34.5	(24.0)	(35.3)	(5.0)	0.0	0.0
	营业成本	697.8	533.4	343.2	327.0	327.0	327.0
	毛利率(%)	3.8	3.3	3.8	3.5	3.5	3.5
ATB	营业收入				2784.6	3118.8	3742.5
	同比增长(%)				2.0	12.0	20.0
	营业成本				2088.5	2245.5	2582.3
	毛利率(%)				25.0	28.0	31.0
合计	营业收入	2903.9	3146.2	2507.2	5608.8	6645.0	8045.3
	同比增长(%)	30.1	8.3	(20.3)	123.7	18.5	21.1
	营业成本	2395.1	2697.6	2025.6	4322.2	4973.1	5868.1
综合毛利率(%)	17.5	14.3	19.2	22.9	25.2	27.1	
销售费用率(%)	4.3	5.1	5.9	6.1	6.0	6.0	
管理费用率(%)	4.8	5.6	7.5	7.4	7.1	7.1	
财务费用率(%)	0.7	2.0	2.7	2.1	2.2	2.0	
实际所得税率(%)	8.2	5.1	10.3	11.3	10.3	10.3	
净利润率(%)	8.4	4.1	5.4	7.6	9.0	10.7	

资料来源: 中银国际研究



**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	3146	2507	5609	6645	8045
销售成本	(2698)	(2026)	(4322)	(4973)	(5868)
经营费用	(240)	(270)	(641)	(769)	(947)
息税折旧前利润	209	212	646	903	1230
折旧及摊销	(61)	(73)	(120)	(131)	(146)
经营利润(息税前利润)	148	139	526	772	1083
净利息收入/(费用)	(54)	(67)	(120)	(143)	(162)
其他收益/(损失)	51	80	73	38	38
税前利润	137	151	479	667	959
所得税	(7)	(16)	(54)	(69)	(99)
少数股东权益	(19)	(18)	(50)	(83)	(119)
净利润	111	118	374	515	741
核心净利润	111	118	374	515	741
每股收益(人民币)	0.16	0.17	0.34	0.47	0.67
核心每股收益(人民币)	0.16	0.17	0.34	0.47	0.67
每股股息(人民币)	0.05	0.05	0.05	0.07	0.10
收入增长(%)	8	(20)	124	18	21
息税前利润增长(%)	(43)	(6)	278	47	40
息税折旧前利润增长(%)	(31)	2	205	40	36
每股收益增长(%)	(47)	6	98	38	44
核心每股收益增长(%)	37	6	219	38	44

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	137	151	479	667	959
折旧与摊销	61	73	120	131	146
净利息费用	74	96	120	143	162
运营资本变动	(491)	192	(623)	(161)	(136)
税金	(7)	(16)	(54)	(69)	(99)
其他经营现金流	123	(222)	288	(177)	(416)
经营活动产生的现金流	(102)	274	329	534	617
购买固定资产净值	(14)	(21)	0	0	0
投资减少/增加	32	18	31	31	26
其他投资现金流	(18)	(64)	0	0	0
投资活动产生的现金流	0	(68)	31	31	26
净增权益	259	0	418	0	0
净增债务	823	(651)	133	13	(163)
支付股息	(34)	(38)	(56)	(77)	(111)
其他融资现金流	(301)	268	(195)	(668)	138
融资活动产生的现金流	747	(420)	299	(733)	(136)
现金变动	645	(214)	659	(168)	506
期初现金	1223	1053	967	1199	1032
公司自由现金流	(82)	236	375	577	650
权益自由现金流	667	(511)	373	435	317

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1053	967	1199	1032	1194
应收帐款	762	745	1371	1421	1676
库存	646	607	1089	1275	1549
其他流动资产	388	265	228	432	767
流动资产总计	2855	2594	3902	4228	5207
固定资产	797	994	1702	1836	1742
无形资产	255	257	420	420	420
其他长期资产	918	929	762	531	518
长期资产总计	1970	2180	2883	2788	2681
总资产	4825	4773	6786	7016	7888
应付帐款	646	658	914	1185	1488
短期债务	1140	633	741	749	586
其他流动负债	258	668	912	862	842
流动负债总计	2044	1959	2568	2795	2916
长期借款	60	25	25	25	25
其他长期负债	0	0	621	111	125
股本	688	688	1106	1106	1106
储备	1798	1867	2185	2623	3253
股东权益	2484	2553	3291	3728	4358
少数股东权益	237	236	281	356	463
总负债及权益	4825	4773	6786	7016	7888
每股帐面价值(人民币)	3.61	3.71	2.98	3.37	3.94
每股有形资产(人民币)	3.36	3.40	2.55	2.94	3.51
每股净负债/(现金)(人民币)	0.21	(0.45)	(0.39)	(0.23)	(0.53)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	6.6	8.5	11.5	13.6	15.3
息税前利润率(%)	4.7	5.5	9.4	11.6	13.5
税前利润率(%)	4.4	6.0	8.5	10.0	11.9
净利率(%)	3.5	4.7	6.7	7.7	9.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	1.3	1.5	1.5	1.8
利息覆盖率(倍)	2.0	1.4	3.9	5.0	6.4
净权益负债率(%)	5.4	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.0	1.1	1.0	1.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	43.0	40.6	20.5	14.9	10.4
核心业务市盈率(倍)	43.0	40.6	20.5	14.9	10.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	58.0	54.8	27.6	20.0	14.0
市净率(倍)	1.9	1.9	2.3	2.1	1.8
价格/现金流(倍)	(46.7)	17.4	14.5	8.9	7.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.3	26.7	14.4	9.8	7.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	88.3	110.9	105.9	105.9	103.9
应收帐款周转天数	88.4	108.5	105.5	105.5	105.5
应付帐款周转天数	75.0	95.6	101.6	101.6	101.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	31.0	32.2	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	4.8	4.6	12.8	14.7	18.3
资产收益率(%)	2.9	2.6	8.1	10.0	13.0
已运用资本收益率(%)	4.3	4.9	13.9	17.0	21.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

#### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

#### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371